

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	52.78
总股本/流通股本(亿股)	9.79 / 9.79
总市值/流通市值(亿元)	516 / 516
52周内最高/最低价	65.44 / 47.43
资产负债率(%)	68.5%
市盈率	-15.99
第一大股东	上海春秋国际旅行社(集团)有限公司

研究所

分析师:曾凡喆
SAC 登记编号:S1340523100002
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

春秋航空(601021)

行稳致远，盈利能力优异的低成本航空

● 公司简介

春秋航空是一家以运营民航运输飞机，提供旅客运输服务为主营业务的低成本航空公司。2023年末公司运营121架空客A320系列机型客机，2023年市占率为3.89%。2023年前三季度公司营业收入141.0亿元，归母净利润26.8亿元，全年业绩预告的归母净利润中枢为22.5亿元。公司大股东为春秋国旅，持股比例为51.50%，实际控制人为王正华先生、王煜先生。

● 极致成本管控带来高盈利能力

公司一方面通过提供相比全服务航空公司更加低廉价格的机票吸引旅客，一方面采用“两单”、“两高”、“两低”的运营模式极致管控压低成本费用，化低廉的票价为盈利能力的优势。2019年公司净利润率为12.41%，远高于传统全服务航空公司，2020-2022年公司整体亏损可控，2023年运营快速恢复，率先恢复盈利，前三季度利润已创历史新高，利润率优势进一步扩大。

● 民航供需有望持续改善，利好公司盈利增长

我们认为2024年我国民航供给增速有限，需求尤其是国际市场修复有望进一步将改善市场结构，行业基本面持续向好。更长周期看，民航供给增长存在长期约束，供给增速有望保持低位，需求提升有望拉动民航供需关系不断改善，抬升行业盈利水平。随着行业进一步复苏，公司机队利用效率有望进一步上升，摊薄相关成本，此外，由于公司历史上超三成运力投向国际航线，2023年日韩泰市场复苏整体弱于行业均值，机队扩张叠加运力回流导致国内航线运力投放比2019年同期高六成，市场培育尚需时日，而随着国际市场的不断复苏，利好公司国内存量业务格局优化及价格持续改善。

● 盈利预测及投资建议

我们预计2023-2025年春秋航空营业收入分别为175.7亿元、208.7亿元、232.1亿元，同比分别增长109.9%、18.8%、11.2%，归母净利润分别为22.7亿、30.8亿、37.0亿，同比分别扭亏、增长35.9%、增长20.1%。历史上公司动态PE估值水平大概在略超20倍的区间。截至2024年1月31日收盘，春秋航空总市值512亿，对应2024年预期业绩的PE估值为16.6X，仍明显低于历史均值，仍有向上修复空间。参考美国西南航空在规模不断成长后仍可保持盈利能力的比较优势，我们持续看好春秋航空未来的发展潜力，维持公司“买入”评级。

● 风险提示：

经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8369	17569	20868	23212
增长率(%)	-22.92	109.93	18.78	11.23
EBITDA(百万元)	-467.26	5416.10	6947.22	7901.70
归属母公司净利润(百万元)	-3035.82	2270.28	3084.26	3704.71
增长率(%)	-7861.89	174.78	35.85	20.12
EPS(元/股)	-3.10	2.32	3.15	3.79
市盈率(P/E)	-16.87	22.56	16.61	13.83
市净率(P/B)	3.74	3.22	2.70	2.26
EV/EBITDA	-166.25	11.53	8.78	7.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 核心观点.....	6
2 历史沿革及股权结构.....	7
3 成本极致管控，业内领先的盈利能力.....	8
3.1 两单两高两低的运营模式.....	8
3.2 机队规模不断扩张，业务量持续增长.....	11
3.3 以上海市场为基本盘，多基地协同发展.....	12
3.4 低价差异化竞争，票价相比传统大航显著优惠.....	14
3.5 极致成本管控，单位成本有效降低.....	15
3.6 低费用进一步强化盈利能力优势.....	17
3.7 领先的盈利能力，2023 年利润率优势有望进一步扩大.....	19
4 民航市场复苏延续，景气度有望持续上行.....	20
4.1 2024 年民航机队增长或仍较慢.....	20
4.2 低在手订单或导致供给降速长期持续.....	21
4.3 国际航线进一步恢复消解宽体机运力，市场结构有望改善.....	22
4.4 经济持续复苏有望带动需求回暖.....	23
4.5 海外航司运价及业绩仍处于高位.....	24
4.6 供给收紧结构改善，需求复苏拉动运价水平进一步提升.....	24
4.7 油价汇率企稳，航空公司盈利能力有望持续提升.....	25
5 成本市场结构仍有显著优化空间，低成本航空前景广阔.....	26
5.1 机队利用效率有望进一步恢复，摊薄营业成本.....	26
5.2 国际航线有望进一步恢复，优化国内布局.....	26
5.3 美国西南航空穿越周期，彰显低成本航空稳定性.....	27
6 盈利预测及估值分析.....	28
6.1 业务数据假设及盈利预测.....	28
6.2 估值分析.....	31
7 投资建议.....	31
8 风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 春秋航空历史沿革.....	7
图表 2: 春秋航空股权结构.....	7
图表 3: 春秋航空 186 级 A320 飞机客舱布局.....	8
图表 4: 春秋航空 240 座级 A321NEO 飞机客舱布局.....	9
图表 5: 春秋航空历年客座率走势.....	9
图表 6: 春秋航空客座率与行业均值对比.....	9
图表 7: 春秋航空历年飞机日利用小时数.....	10
图表 8: 春秋航空单机日均飞行班次与大航对比.....	10
图表 9: 春秋航空历年销售费用率及管理费用率.....	10
图表 10: 春秋航空历年研发费用率及财务费用率.....	10
图表 11: 春秋航空机队数量.....	11
图表 12: 春秋航空机队结构.....	11
图表 13: 春秋航空客运运力投放及同比增速.....	11
图表 14: 春秋航空旅客周转量及同比增速.....	11
图表 15: 春秋航空旅客运输量 (万人次).....	12
图表 16: 春秋航空市占率.....	12
图表 17: 春秋航空航线网络.....	12
图表 18: 春秋航空 23 冬春航季始发航班量分布.....	13
图表 19: 23 冬春 VS19 冬春国内市场航班增量分布.....	13
图表 20: 23 冬春航季春秋航空国内航线前二十大航线周计划班次量.....	13
图表 21: 春秋航空国际及地区航线周计划航班量.....	14
图表 22: 春秋航空国际及地区主要航线周计划航班量.....	14
图表 23: 2023 年 V2019 年民航日韩泰市场逐月恢复比例.....	14
图表 24: 春秋航空国际地区线 RPK 相比 19 年恢复比例.....	14
图表 25: 春秋航空客公里收益 (元).....	15
图表 26: 春秋航空客公里收益 (元) 与三大航对比.....	15
图表 27: 春秋航空座公里收入.....	15
图表 28: 春秋航空含补贴座公里收入与三大航对比.....	15
图表 29: 春秋航空单位航油成本与三大航对比.....	16
图表 30: 春秋航空单位起降费与三大航对比.....	16
图表 31: 春秋航空单位折旧租赁成本与三大航对比.....	16
图表 32: 春秋航空单位员工薪酬与三大航对比.....	16
图表 33: 春秋航空单位维修成本与三大航对比.....	17
图表 34: 春秋航空单位其他成本三大航对比.....	17
图表 35: 春秋航空单位 ASK 非油成本与三大航对比.....	17

图表 36:	春秋航空单位 ASK 营业成本与三大航对比	17
图表 37:	春秋航空单位 ASK 销售费用与三大航对比	18
图表 38:	春秋航空单位 ASK 管理费用与三大航对比	18
图表 39:	春秋航空单位 ASK 研发费用与三大航对比	18
图表 40:	春秋航空单位 ASK 扣汇财务费用与三大航对比	18
图表 41:	2019 年春秋航空单位 ASK 相关科目与三大航对比 (元)	19
图表 42:	春秋航空营业收入及同比增速	19
图表 43:	春秋航空归母净利润	19
图表 44:	三大航、春秋航空及吉祥航空销售净利润率 (%) 对比	20
图表 45:	2024 年民航客机 (架) 增速分析	21
图表 46:	三大航资产负债率 (%) 走势	21
图表 47:	波音空客年交付量	21
图表 48:	我国民航客机机队结构	22
图表 49:	波音空客年新增订单数量	22
图表 50:	我国民航国际及地区航线航班量走势	23
图表 51:	我国 GDP 增速	23
图表 52:	我国城镇居民可支配收入及同比增速	23
图表 53:	人均乘机次数对比	24
图表 54:	人均 GDP (美元) 对比	24
图表 55:	美国民航客流相比 2019 年同期表现情况	24
图表 56:	美国四大航票价 (RASM: 美元) 表现	24
图表 57:	民航市场集中度 CR3	25
图表 58:	民航国内市场集中度 CR3	25
图表 59:	国际油价走势	25
图表 60:	美元兑人民币中间价走势	25
图表 61:	春秋航空月度执飞航班量	26
图表 62:	春秋航空日均航班量	26
图表 63:	2019 年春秋航空分市场运力比例	27
图表 64:	春秋航空国内航线相比 19 年运力恢复比例	27
图表 65:	美国四大航历史利润走势	27
图表 66:	美国西南航空 2019 年单位 ASM 经营数据与美国三大航对比	28
图表 67:	春秋航空收入预测	29
图表 68:	春秋航空营业成本假设	29
图表 69:	春秋航空盈利预测	30
图表 70:	春秋航空股价走势	31
图表 71:	春秋航空当季动态 PE 估值均值	31

1 核心观点

春秋航空是一家以运营民航运输飞机，提供旅客运输服务为主营业务的低成本航空公司。截至 2023 年末，公司运营 121 架空客 A320 系列机型客机。2023 年公司在我国民航市场的市场占有率为 3.89%，2023 年前三季度公司营业收入 141.0 亿元，归母净利润 26.8 亿元，全年业绩预告的归母净利润中枢为 22.5 亿元。公司大股东为春秋国旅，持股比例为 51.50%，实际控制人为王正华先生、王煜先生。

经营模式上，公司一方面通过提供相比全服务航空公司更加低廉价格的机票吸引旅客，一方面采用“两单”、“两高”、“两低”的运营模式极致管控压低成本费用，化低廉的票价为盈利能力的优势。2019 年公司净利润率为 12.41%，远高于传统全服务航空公司，2020-2022 年公司整体亏损可控，2023 年运营快速恢复，率先恢复盈利，前三季度利润已创历史新高，利润率优势进一步扩大。

民航业是具备一定消费属性的周期性行业，而春秋航空并非行业的主导者，其盈利能力虽明显高于行业平均水平，但仍无法脱离行业自身的周期性变化，因此对民航业的供需进行分析仍然是必要的。我们认为 2024 年我国民航供给增速有限，需求尤其是国际航线有望进一步复苏将改善市场结构，行业基本面有望持续向好。更长周期看，民航供给增长存在长期约束，供给增速有望保持低位，需求增长有望拉动民航供需关系不断改善，抬升行业盈利水平。

随着行业进一步复苏，公司机队利用效率有望进一步上升，摊薄相关成本。此外，尽管 2023 年公司业绩创历史新高，但由于公司历史上超三成运力投向国际航线，2023 年传统优势市场日韩泰市场复苏整体弱于行业均值，且 2020-2022 年公司并未停止扩张脚步，导致国内航线运力投放比 2019 年同期高六成，市场培育尚需时日，也在一定程度上影响了收益品质。随着公司国际航线业务的不断改善，不排除未来公司国内市场减量并增投国际航线的可能性，利好国内存量业务格局优化及价格持续改善。

美国西南航空是美国历史上运营最为成功的低成本航空公司，其成长的道路值得借鉴。从过去 40 年的运营数据来看，除了在疫情不可抗力客流大幅下滑的 2020 年，公司其余各年跨越数个行业周期，全部实现盈利。美国西南航空的经营利润走势同样无法完全脱离行业周期，但得益于优良的成本管控，即便在机队成长到相当规模后，利润率相比美国三大航平均水平仍有明显优势。春秋航空历经 20 年发展，机队规模稳健扩张，盈利能力优势依旧显著，财务包袱更轻，也为未来的持续发展奠定了坚实的基础。

我们预计 2023-2025 年春秋航空营业收入分别为 175.7 亿元、208.7 亿元、232.1 亿元，同比分别增长 109.9%、18.8%、11.2%，归母净利润分别为 22.7 亿、30.8 亿、37.0 亿，同比分别扭亏、增长 35.9%、增长 20.1%。历史上公司动态 PE 估值水平大概在略超 20 倍的区间。截至 2024 年 1 月 31 日收盘，春秋航空总市值 512 亿，对应 2024 年预期业绩的 PE 估值为 16.6X，仍明显低于历史均值，仍有向上修复空间。参考美国西南航空在规模不断成长后仍可保持盈利能力的比较优势，我们持续看好春秋航空未来的发展潜力，维持公司“买入”评级。

2 历史沿革及股权结构

春秋航空是一家以运营民航运输飞机，提供旅客运输服务为主营业务的低成本航空公司。春秋航空的前身春秋航空有限公司于 2004 年 11 月成立，2010 年变更为股份有限公司，2015 年 1 月完成 IPO，在上海证券交易所上市。

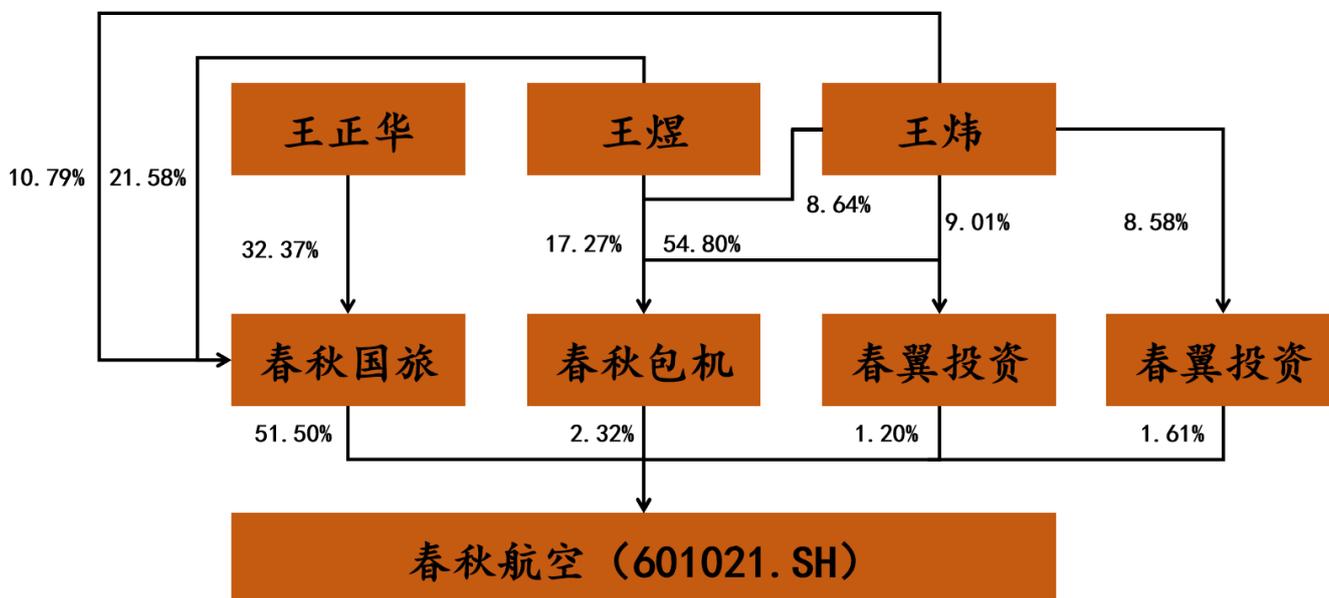
图表1：春秋航空历史沿革

时间	事件
2004 年 11 月	春秋航空有限公司（春航有限）成立
2009 年 5 月	大股东春秋国旅单方面向春秋航空有限公司增资 1.2 亿，增资后春航有限注册资本增至 2 亿元。
2010 年 11 月	春航有限整体变更为春秋航空股份有限公司
2015 年 1 月	完成 IPO，于上海证券交易所上市

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

春秋航空的创始人为王正华先生。王正华先生于 1981 年创立上海春秋旅行社（上海春秋国际旅行社的前身），上海春秋国际旅行社是目前公司第一大股东。公司目前实际控制人为王正华先生、王煜先生（王正华先生之子），王正华先生、王煜先生通过控制春秋国旅、春秋包机及春秋国旅的一致行动人春翔投资、春翼投资，合计拥有公司 56.64% 的股权，王炜先生（王正华先生之子）是王正华先生、王煜先生的一致行动人。

图表2：春秋航空股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 成本极致管控，业内领先的盈利能力

经营模式上，公司一方面通过提供相比全服务航空公司更加低廉价格的机票吸引旅客，一方面采用“两单”、“两高”、“两低”的运营模式，在成本管控方面极致努力显著降低了单位运营指标对应的成本费用水平，化低廉的机票价格为业内领先的盈利能力。2019 年公司单位 ASK 运价比三大航均值低 28.4%，但单位 ASK 利润总额比三大航高 183.9%，盈利能力业内领先。2020-2022 年公司累计亏损可控，2023 年业绩进一步增长，前三季度归母净利润 26.8 亿元，其中第三季度盈利 18.4 亿元，为历史最高单季度盈利，单季度净利润率 30%，远超其他上市航空公司。2023 年全年公司业绩预告的归母净利润中枢为 22.5 亿元。

3.1 两单两高两低的运营模式

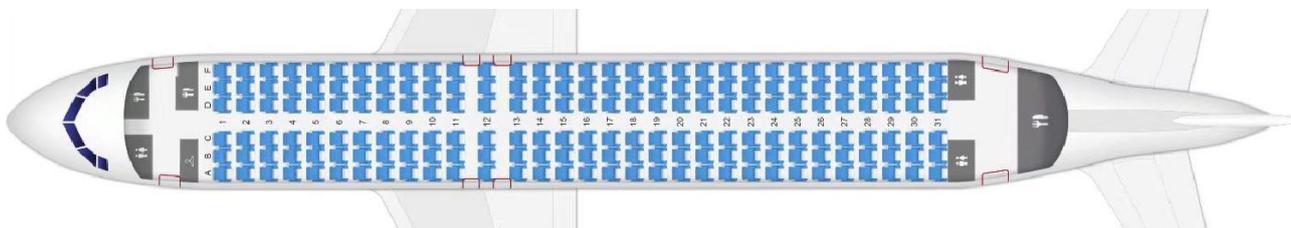
春秋航空的运营模式可总结为“两单”、“两高”、“两低”。

“两单”指单一机型与单一舱位：

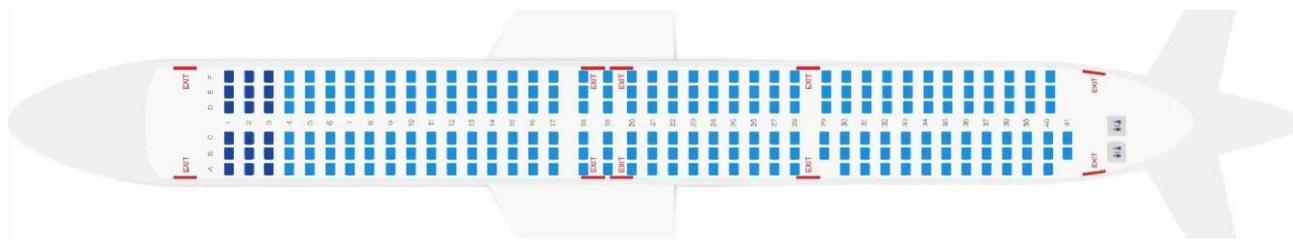
单一机型：春秋航空运营的全部飞机均为空客 A320 系列飞机，统一配备 CFM 发动机，单一机型及发动机配置可以显著降低飞机购买和租赁成本、飞机自选设备项目成本、自备航材采购成本及减少备用发动机数量，也可将发动机、辅助动力装置包修给原制造商以控制飞机发动机大修成本，并通过集约航材储备降低航材日常采购、送修、仓储的管理成本，降低维修工程管理难度以及降低飞行员、机务人员与客舱乘务人员培训的复杂度。

单一舱位：公司全部飞机不设置头等舱、公务舱，只设置经济舱，相比于传统两舱布局的 A320 系列飞机，单机座位数量高 10-15%，高密度的客舱布局可以有效摊薄各项单位成本。2015 年 9 月起公司开始引进新客舱布局的 A320 飞机，可保证在座位间隔不变的情况下单机座位从 180 座提高至 186 座。截至 2023 年 6 月底，公司已经拥有 82 架 186 座级 A320 机型飞机。自 2020 年 9 月起，公司开始引进 240 座级 A321neo 机型飞机，截至 2023 年末，公司拥有 9 架 A321neo 机型飞机。

图表3：春秋航空 186 级 A320 飞机客舱布局



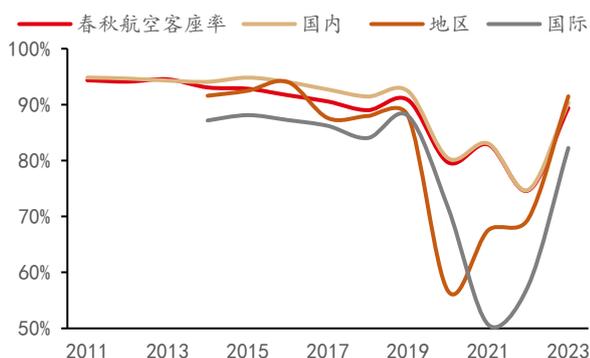
资料来源：飞常准，中邮证券研究所

图表4：春秋航空 240 座级 A321NEO 飞机客舱布局


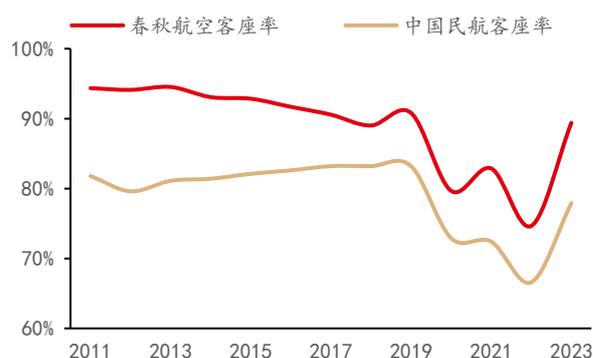
资料来源：飞常准，中邮证券研究所

“两高”指高客座率与高飞机日利用率：

高客座率：在高客舱座位密度的基础上，公司通过提供相比全服务航空公司更加低廉价格的机票吸引旅客，追求高客座率，2023 年全年客座率恢复至 89.39%，国内线客座率回归 90% 以上，远超行业平均水平。高客座率进一步摊薄固定成本，带来更为显著的单客成本优势。

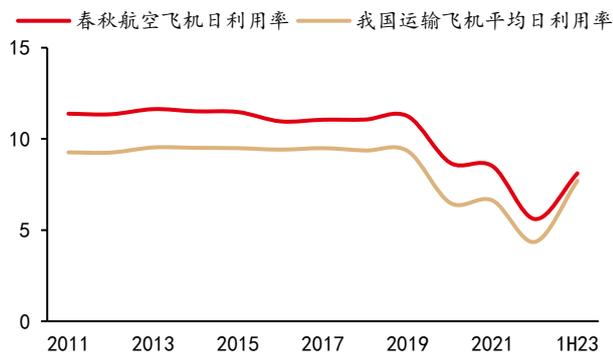
图表5：春秋航空历年客座率走势


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

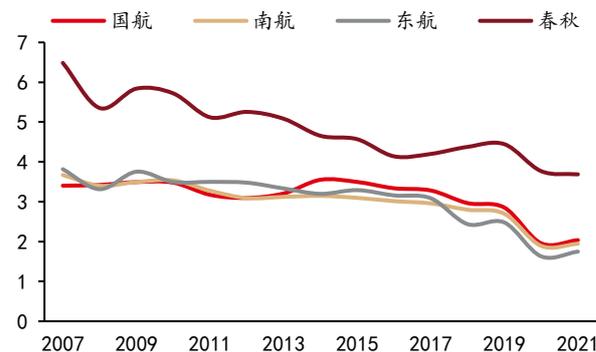
图表6：春秋航空客座率与行业均值对比


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

高飞机日利用率：公司通过单一机型运营获得更高的保障效率，利用更加紧凑的航线排班和较少的货运业务进一步提高了飞机的过站时间，此外，公司更多利用延长时段（8 点之前或 21 点以后起飞）飞行，增加日均航班班次，提升飞机日利用率，进一步摊薄固定成本。2019 年公司机队日利用率为 11.24 小时，高于行业均值 1.91 小时，2023 年上半年公司机队日利用率 8.11 小时，高于行业均值 0.41 小时。2019 年公司单机日执行航班量 4.44 次，高于三大航均值 1.77 次。

图表7：春秋航空历年飞机日利用小时数


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

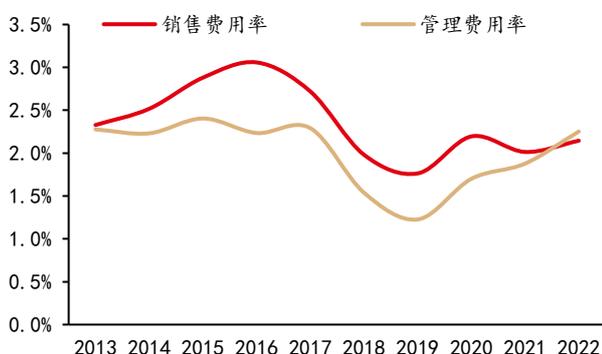
图表8：春秋航空单机日均飞行班次与大航对比


资料来源：公司公告，民航统计年鉴，中邮证券研究所

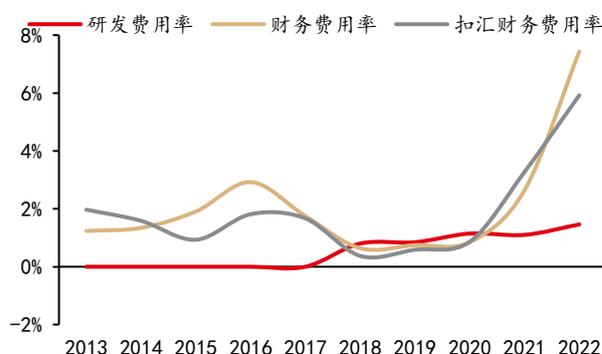
“两低”指低销售费用及低管理费用

低销售费用：公司以电子商务直销为主要销售渠道，一方面通过销售特价机票等各类促销活动优惠活动的发布，吸引大量旅客在本公司网站预订机票；另一方面通过积极推广移动互联网销售，拓展电子商务直销渠道，有效降低了公司的销售代理费用。2022年，公司除包机包座业务以外的销售渠道中，电子商务直销（含OTA旗舰店）占比达到97.6%，对应销售费用率仅为2.15%，2023年前三季度进一步降低至1.26%。

低管理费用：公司在确保飞行安全、运行品质和服务质量的前提下，通过最大程度地利用第三方服务商在各地机场的资源与服务，尽可能降低日常管理费用。同时通过持续进步的技术手段实现严格的预算管理、费控管理，科学的绩效考核以及人机比的合理控制，有效降低管理人员的人力成本和日常费用。2022年公司管理费用率为2.25%，2023年前三季度进一步降低至1.18%。

图表9：春秋航空历年销售费用率及管理费用率


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

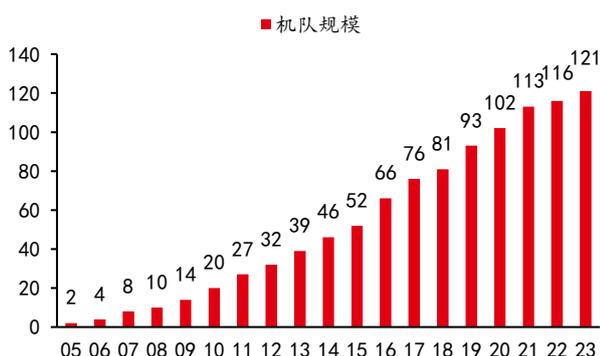
图表10：春秋航空历年研发费用率及财务费用率


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

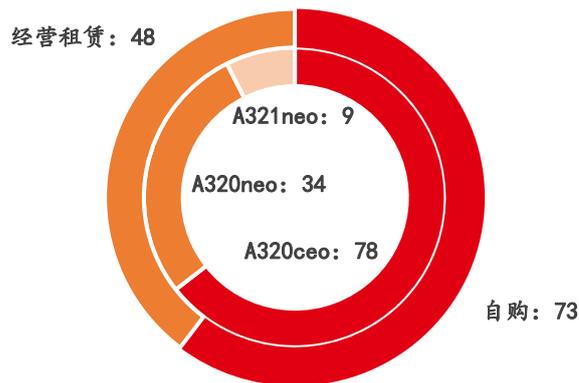
3.2 机队规模不断扩张，业务量持续增长

春秋航空成立之初仅通过租赁方式运营三架飞机，经过近 20 年的不懈努力，公司已经逐步成长为一家机队规模超过 100 架的中型航空公司，在疫情三年亦并没有停止成长的步伐。截至 2023 年 12 月底，春秋航空合计运营 121 架空客 A320 系列客机，其中 A320ceo 机型 78 架，A320neo 机型 34 架，A321neo 机型 9 架，在 121 架飞机中，自购机队数量 73 架，经营租赁机队 48 架。

图表11：春秋航空机队数量



图表12：春秋航空机队结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

伴随着机队规模的成长，公司业务量整体保持上行趋势。2019 年公司客运运力投放为 437.1 亿座公里，旅客周转量为 396.9 亿客公里，2023 年公司客运运力投放超越 2019 年，为 476.5 亿，旅客周转量为 424.3 亿客公里，相比 2019 年提高 6.9%。

图表13：春秋航空客运运力投放及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

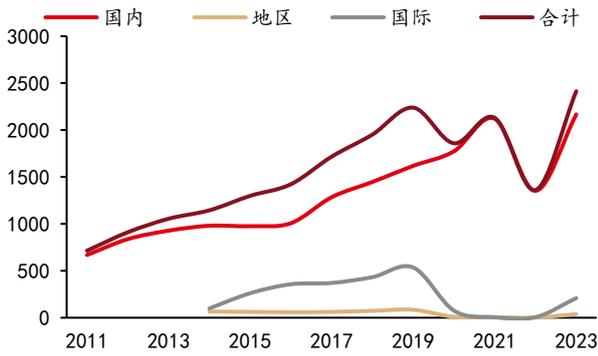
图表14：春秋航空旅客周转量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2019 年公司旅客运输量达到 2239.3 万人次，占我国民航旅客运输量的 3.39%，其中国内、国际、地区航线旅客运输量分别为 2166.3 万人次、209.0 万人次、38.0 万人次。2023 年民航市场运营逐步恢复正常，春秋航空市占率相比 2019 年进一步提升，达到 3.89%。

图表15: 春秋航空旅客运输量 (万人次)



资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

图表16: 春秋航空市占率



资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

3.3 以上海市场为基本盘，多基地协同发展

公司业务主要分布在上海浦东、上海虹桥两机场。上海是我国经济中心，辐射华东地区，也是我国联通世界的重要窗口之一，飞往亚洲主要城市的时间在 2-5 小时内。2019 年公司以上海两场出发或为目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 46.7%，运输旅客人次占上海两场旅客吞吐量的比例约为 8.5%。

图表17: 春秋航空航线网络



资料来源: variflight 航线图, 中邮证券研究所

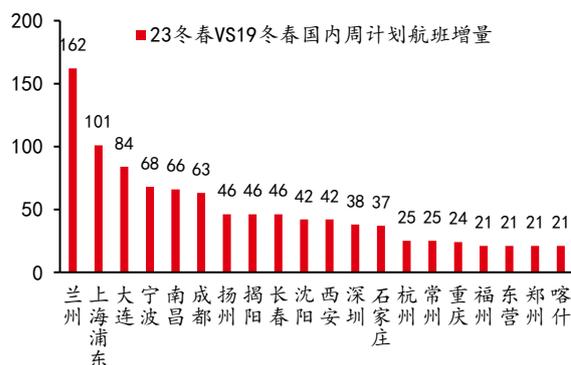
国内航线：立足上海虹浦两场，积极开辟一二线城市新战场

分市场来看，国内市场方面，我们对正班时刻表进行分析，2019年冬春航季，春秋航空国内航线周计划航班量为1990班，其中以上海虹浦两场为始发地的周航班量为495班，占公司国内市场航班量的19.8%。2023年冬春航季，由于公司机队规模扩大，公司国内航线周计划航班量达到3239班。当前公司国内航线运力主要投放至上海两场、兰州、石家庄、宁波、深圳、沈阳等地，前二十大运力投放地航班量占比达到70.5%，主要为一线城市及省会、副省级城市，相比2019年同期增量运力主要投放至兰州、上海浦东、大连、宁波、南昌、成都天府等机场，增量运力投放地同样主要为一线城市、省会及副省级城市。

图表18：春秋航空23冬春航季始发航班量分布



图表19：23冬春VS19冬春国内市场航班增量分布

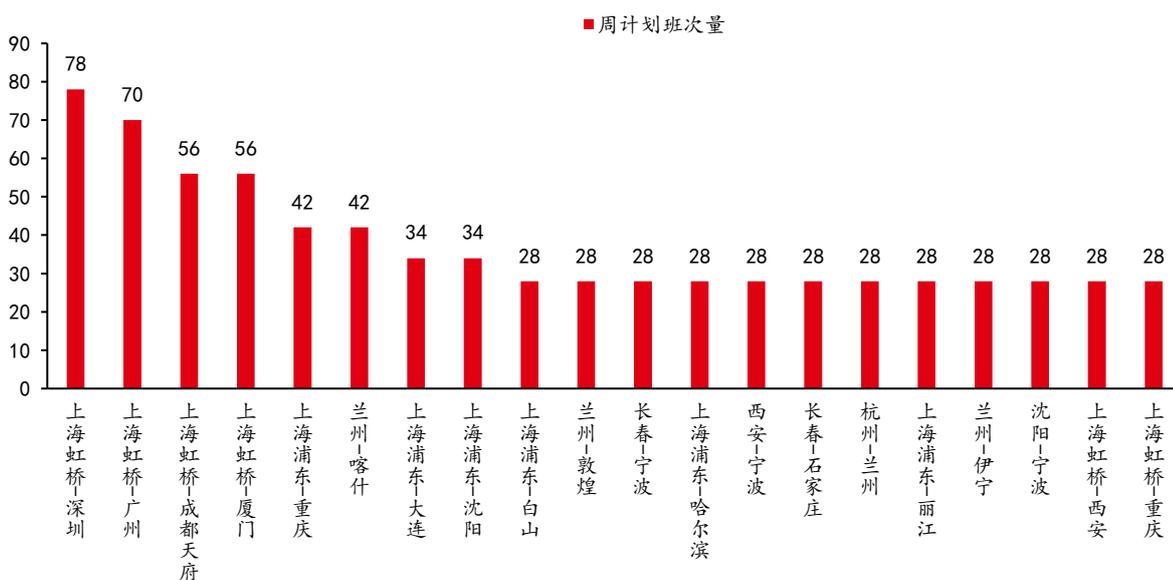


资料来源：Pre-flight，中邮证券研究所

资料来源：Pre-flight，中邮证券研究所

分航线来看，2023年冬春航季公司国内市场计划班次最密集的航线为上海虹桥-深圳、上海虹桥-广州、上海虹桥-成都天府、上海虹桥-厦门、上海浦东-重庆、兰州-喀什等航线，前20大航线航班量达到748班，占公司国内线航班量的23.1%。

图表20：23冬春航季春秋航空国内航线前二十大航线周计划班次量

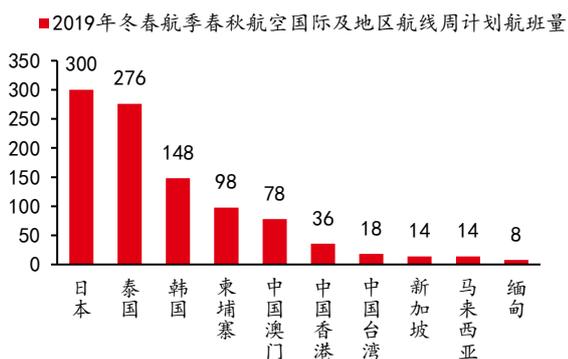


资料来源：Pre-flight，中邮证券研究所

国际及地区航线：日韩泰为主要市场，恢复尚需时日

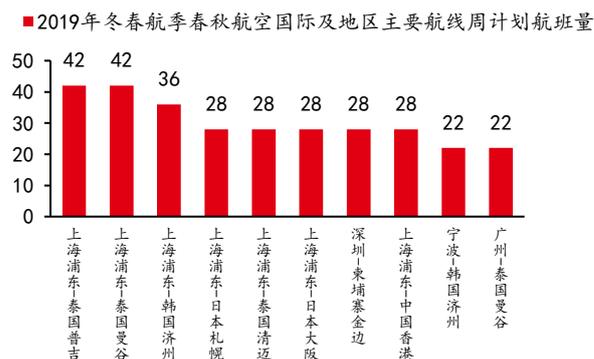
春秋航空国际及港澳台航线主要集中在日本、泰国、韩国，2019年冬春航季周计划航班量分别为300班、276班、148班，主要航线有上海浦东-泰国普吉、泰国曼谷、韩国济州、日本札幌、日本大阪等地，日韩泰相关航班量占2019年冬春航季公司国际及地区线航班量的73.1%。

图表21：春秋航空国际及地区航线周计划航班量



资料来源：Pre-flight，中邮证券研究所

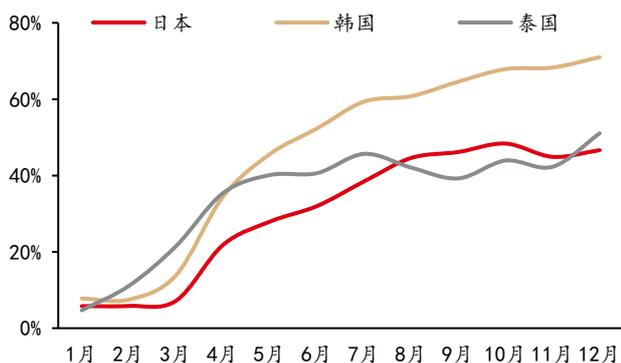
图表22：春秋航空国际及地区主要航线周计划航班量



资料来源：Pre-flight，中邮证券研究所

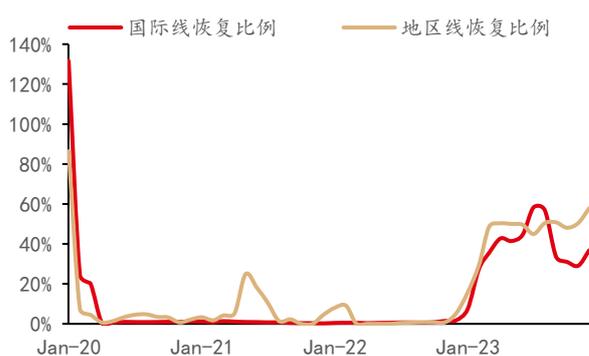
2023年我国民航国际线逐步恢复，但日韩泰航线复苏进度一波三折，受事件性因素影响，日本、泰国航班恢复承压，2023年12月我国大陆往返日本、韩国、泰国客运航班量分别恢复至2019年同期的46.6%、71.0%、51.1%，整体略慢于行业均值，但仍具备修复潜力。

图表23：2023年V2019年民航日韩泰市场逐月恢复比例



资料来源：飞常准，中邮证券研究所

图表24：春秋航空国际地区线 RPK 相比 19 年恢复比例



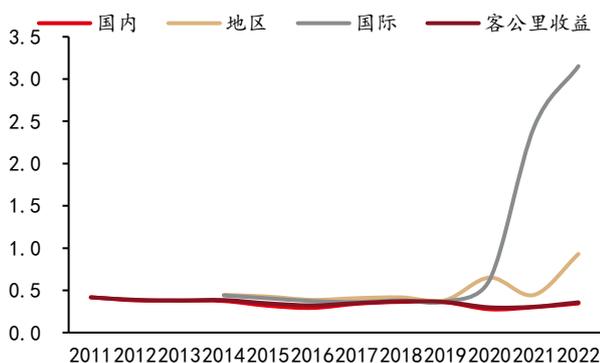
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3.4 低价差异化竞争，票价相比传统大航显著优惠

公司立足上海，运力主要投放于头部航线，基本盘稳健，通过提供相比全服务航空公司更加低廉价格的机票吸引旅客，而极致的成本管控又进一步打开了公司价格竞争的空间。从历史

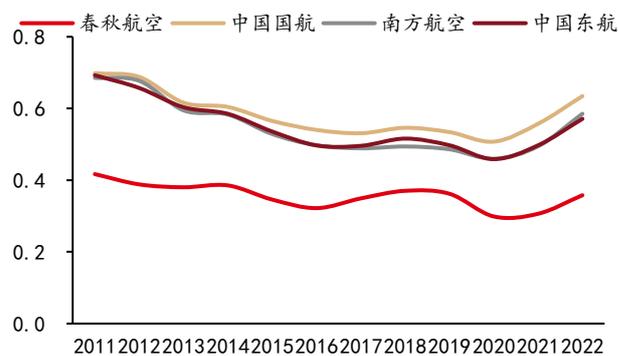
数据来看，公司的单位运价相比三大航低约三成，其中 2019 年公司客公里收入为 0.3620 元，相比三大航均值低 28.4%。2022 年年因民航市场受外部冲击影响，国际及港澳台航线价格高企，公司客公里收入为 0.358 元，其中国内、国际、地区线分别为 0.345 元、3.152 元、0.930 元，客公里收入比三大航均值低 40%。考虑到公司客座率较大航更高，从座公里收益指标上看，2019 年公司座公里收益为 0.3285 元，比三大航均值低 20.7%。

图表25：春秋航空客公里收益（元）



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

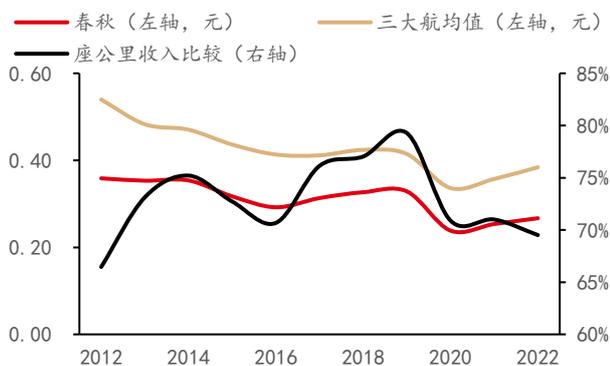
图表26：春秋航空客公里收益（元）与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

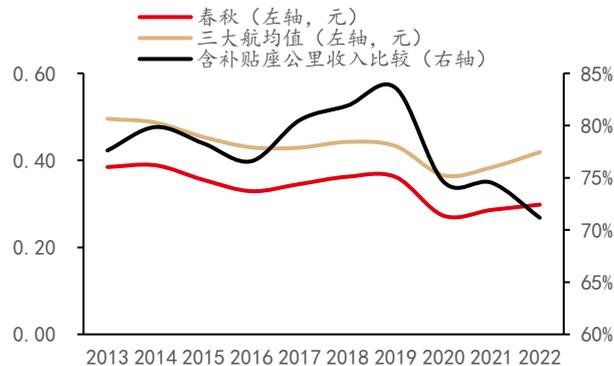
此外，民航业关乎国计民生，因此航空公司新开航线执飞航班，政府往往给予一定补贴，在航空公司财务报表上体现为一定规模的其他收益。我们对春秋航空与三大航含补贴座公里收益，2019 年公司含补贴座公里收益为 0.3617 元，相比三大航均值低 16.4%。

图表27：春秋航空座公里收入



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表28：春秋航空含补贴座公里收入与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

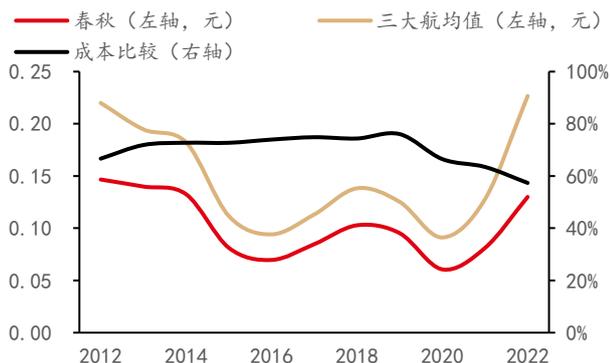
3.5 极致成本管控，单位成本有效降低

成本端，公司“两单”、“两高”、“两低”的运营模式和极致的成本管控使得公司在单位营业成本方面相比传统的全服务航空公司具备显著的优势。此处考虑到 2020-2022 年因疫情扰动，各航司运行航班量大幅偏离正常值导致单位成本异常偏高，因此我们选用 2019 年春秋航

空单位 ASK 对应各项细分科目营业成本与三大航平均值进行对比，探讨各项细分成本对比三大航的具体优势。

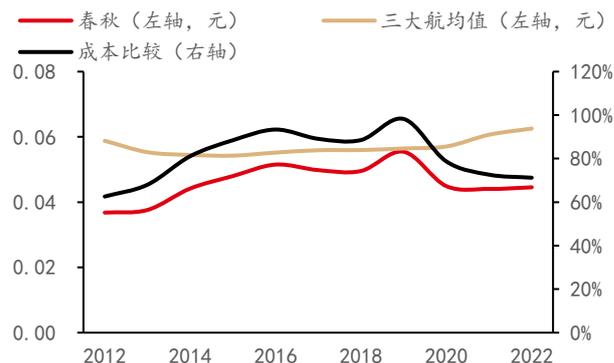
航油成本方面，得益于单机座位数量优势及航油成本管控，2019 年公司单位 ASK 航油成本 0.0953 元，相比三大航均值低 24.9%；**起降费方面**，由于航空公司起降费成本中主要包括支付给机场的旅客服务费、安检费等与乘机人数挂钩的成本，部分抵消了公司单机座位数量的优势，因此公司单位起降费与三大航均值接近，2019 年为 0.0555 元，为三大航均值的 98.2%。

图表29：春秋航空单位航油成本与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表30：春秋航空单位起降费与三大航对比

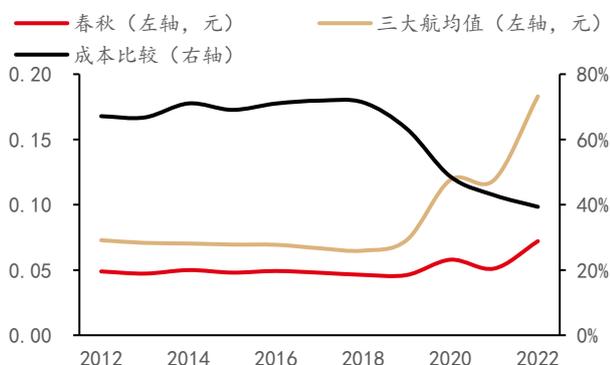


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

折旧及租赁费成本方面，因机队精简及高机队利用效率，公司历年折旧及租赁费成本整体相比三大航平均水平低 30%左右，2019 年公司单位折旧及租赁成本 0.0462 元。因三大航 2019 年经租进表导致部分成本划至财务费用，公司单位 ASK 折旧及租赁成本相比大航的优势提高至 36.8%。

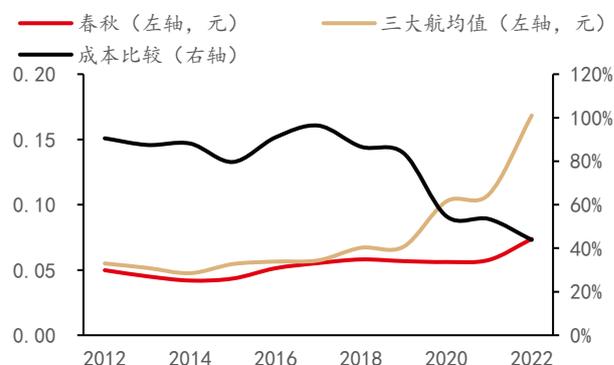
员工薪酬方面，公司人机比更低，但单位员工薪酬明显高于大航，2019 年公司单位 ASK 员工薪酬成本为 0.0568 元，相比三大航均值低 16.3%。

图表31：春秋航空单位折旧租赁成本与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

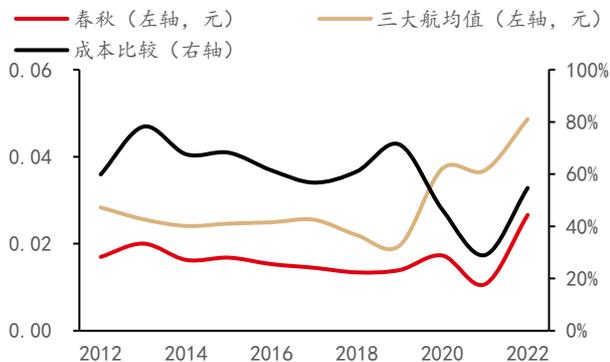
图表32：春秋航空单位员工薪酬与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

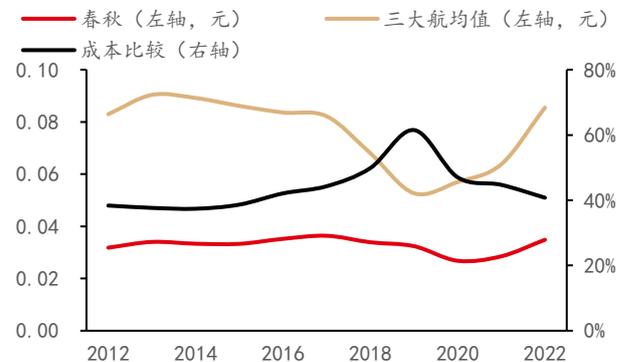
维修成本方面，公司单一机队、单一发动机带来的单位维修成本节约显著，2019 年公司单位 ASK 维修成本为 0.0139 元，比三大航平均值低 29.7%。**其他成本方面**，2019 年公司单位 ASK 其他营业成本为 0.0324 元，相比三大航均值低 38.5%。

图表33：春秋航空单位维修成本与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表34：春秋航空单位其他成本三大航对比

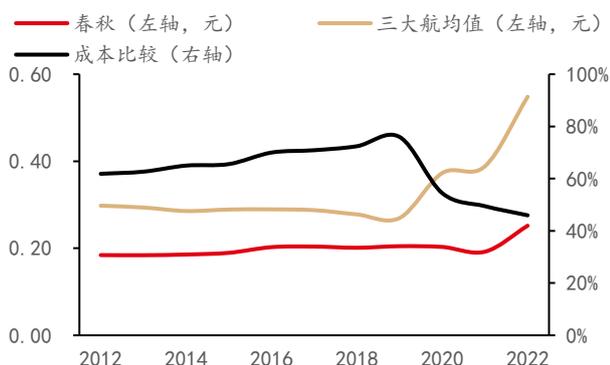


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

整体来看，2019 年公司单位 ASK 非航油成本及单位营业成本分别为 0.2047 元、0.3001 元，相比三大航平均值低 24%、24%。

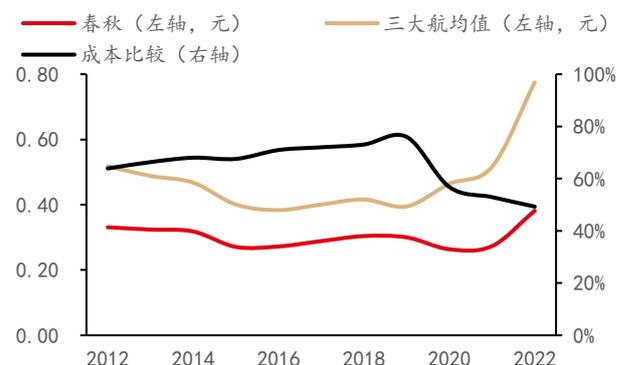
从上述分析可以看出，春秋航空因单一机型、单一舱位及高周转效率使其单位折旧租赁、维修及餐食成本相比三大航具备较大优势，但起降费直接与周转效率及客运量挂钩，且公司员工工资水平更高。综合影响下，公司 2019 年单位 ASK 营业成本相比三大航低 24.0%，与主要体现座位密度差异的单位航油成本差异度 (23.9%) 基本一致，该幅度超过单位 ASK 客运收入的差距 (20.7%)，也高于单位 ASK 含补贴客运收入的差距 (16.4%)。由此可见，低票价竞争策略及座位密度优势在一定程度上提升了公司的毛利润空间。

图表35：春秋航空单位 ASK 非油成本与三大航对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

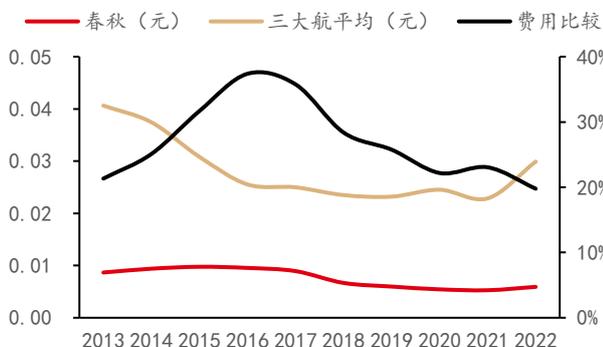
图表36：春秋航空单位 ASK 营业成本与三大航对比



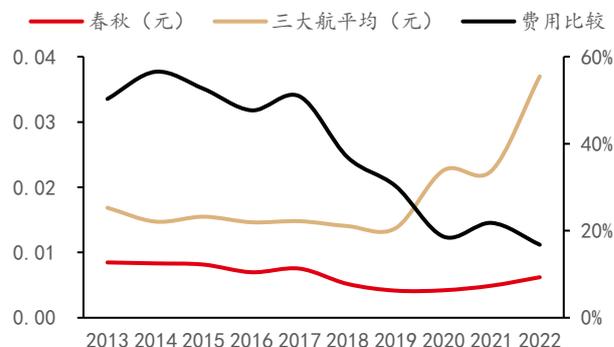
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3.6 低费用进一步强化盈利能力优势

得益于直销占比高及严格的费用管控，公司销售、管理费用率均显著低于传统全服务航空公司。2019年公司单位ASK销售、管理费用分别为0.0060元、0.0042元，远低于三大航平均水平，费用相对节约幅度分别达到74.2%、69.7%。

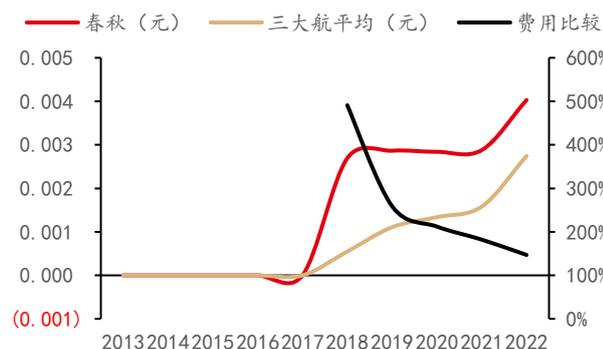
图表37：春秋航空单位ASK销售费用与三大航对比


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

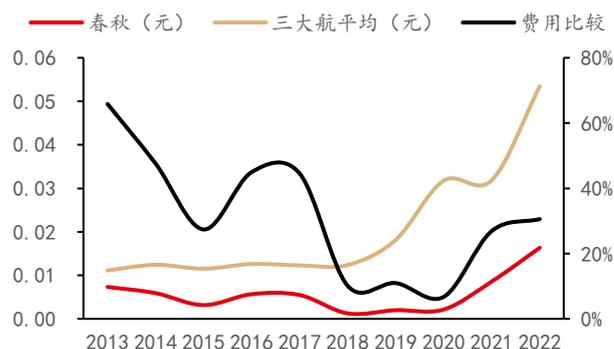
图表38：春秋航空单位ASK管理费用与三大航对比


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

研发费用方面，公司研发投入明显高于大航，2019年公司单位ASK研发费用为0.0029元，相比三大航均值高158.6%。**财务费用方面**，得益于优异的盈利能力和稳健的扩张速度，2019年公司财务费用率为0.75%，扣汇财务费用率为0.59%，远低于大航。疫情期间公司整体业绩虽有波动，但并未伤筋动骨，利息支出仍相对较低，但考虑到经租飞机在2021年入表提高财务费用，公司财务费用在2021-2022年有所上升。2019年公司单位ASK财务费用为0.0020元，仅为三大航的11%。

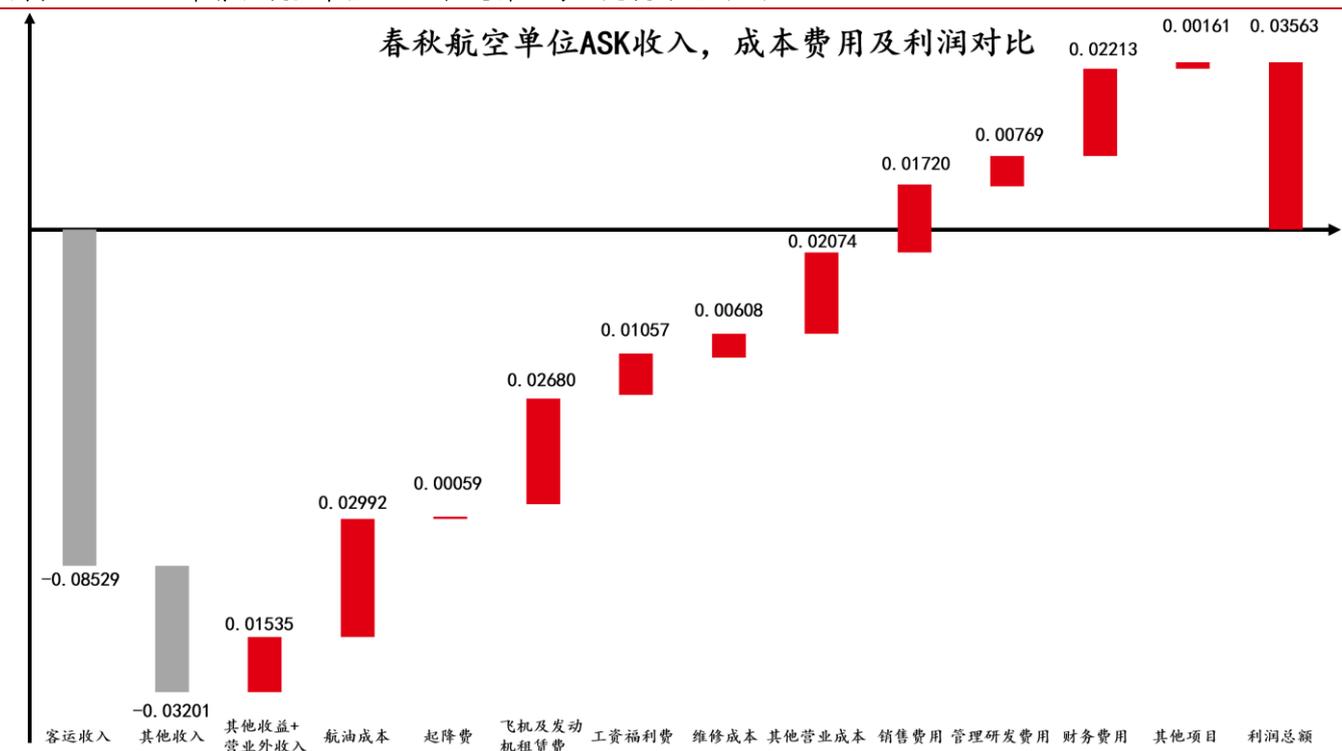
图表39：春秋航空单位ASK研发费用与三大航对比


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表40：春秋航空单位ASK扣汇财务费用与三大航对比


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

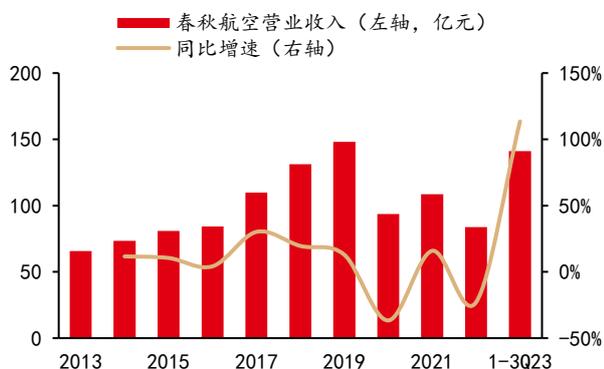
春秋航空的低成本基因带来的利润优势进一步体现于其对于费用水平的精细管控上。直销模式、深入骨髓的费用管理以及更优的资产负债结构带来更低的财务费用水平，使公司2019年费用率水平相比三大航平均值低7.34pct，进一步拉大了其利润率优势，实现了从低廉的票价到盈利能力优势的追赶，2019年公司单位ASK利润总额相比三大航平均水平高0.03563元。

图表41：2019年春秋航空单位ASK相关科目与三大航对比（元）


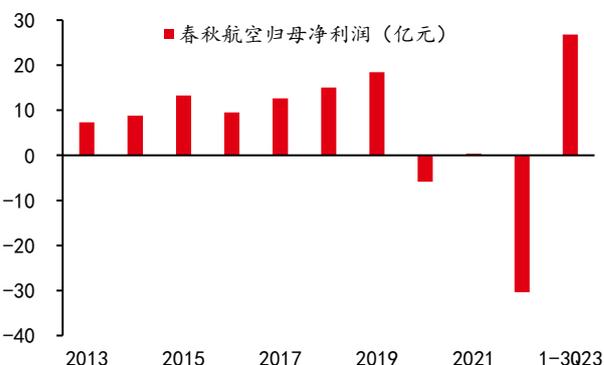
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3.7 领先的盈利能力，2023年利润率优势有望进一步扩大

从收入利润的指标看，2019年公司营业收入148.0亿元，归母净利润为18.4亿元。2020-2022年因行业整体迎来不可抗力影响累计亏损35.9亿元，2023年前三季度迅速恢复盈利，实现营业收入141.0亿，归母净利润26.8亿元。2023年全年公司业绩预告的归母净利润中枢为22.5亿元，在A股上市航空公司中位列第一。

图表42：春秋航空营业收入及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

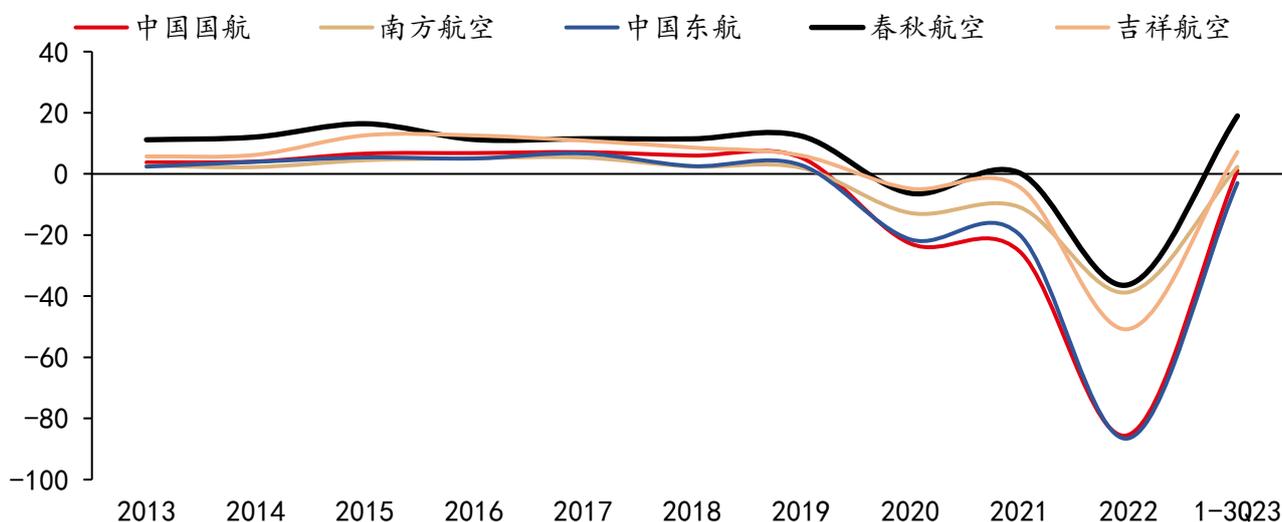
图表43：春秋航空归母净利润


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

公司盈利能力业内领先，2019年销售净利润率为12.42%，高于吉祥航空6.38pct，更明显高于三大航平均水平9.01pct。2020-2022年公司亏损幅度远低于传统全服务航空公司，更

低的负债包袱进一步降低了财务费用水平，叠加 2023 年国际航线复苏慢于预期，公司无宽体机运营，航线腾挪更为灵活，2023 年前三季度公司销售净利润率达到了 18.98%，高于吉祥 11.80pct，更远高于三大航平均水平 18.84pct，盈利能力优势进一步扩大。

图表44：三大航、春秋航空及吉祥航空销售净利润率（%）对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 民航市场复苏延续，景气度有望持续上行

民航业是具备一定消费属性的周期性行业。春秋航空 2023 年的市场占有率为 3.89%，并非行业的主导者，其盈利能力虽明显高于行业平均水平，但仍无法脱离行业自身的周期性变化，因此对民航业的供需进行分析仍然是必要的。

我们认为 2024 年我国民航供给增速有限，需求尤其是国际航线有望进一步复苏，市场结构改善，行业基本面有望持续向好。更长周期看，民航供给增长存在长期约束，供给增速有望保持低位，需求增长有望拉动民航供需关系不断改善，抬升行业盈利水平。

4.1 2024 年民航机队增长或仍较慢

我们统计 2023 年民航引进客机 130 架，占 2022 年末民航客机机队规模的 3.3%，从上市公司退出机队情况看，2023 年各航司退出飞机数量合计达到 64 架，因此我们测算年内机队增速或仅为 1.5%左右。

我们回顾大航 2013 年至 2022 年在其年报中提及的未来三年的机队引进退出计划及实际完成情况，2018 年及之前三大航机队引进及退出实际完成情况与年报中对次年的预测较为契合，但机队引进计划对跨年的预测并无实际的指导意义。2019 年-2022 年因 B737MAX 停飞影响及疫情扰动，各大航次年的引进计划均未能完成，2023 年民航市场逐步趋于正常稳定运行，

但三大航机队引进退出计划仍远未能完成，国航、南航、东航全年实际分别引进 23 架、36 架、22 架飞机，分别为年初计划值的 82%、44%、61%。

从各家航司最新更新的 2024 年机队引进计划来看，当前对于 2024 年民航客机机队增速的预期或与 2023 年初预期的 2023 年客机机队增速相近，大致在 4.8% 左右的增速水平。

图表45：2024 年民航客机（架）增速分析

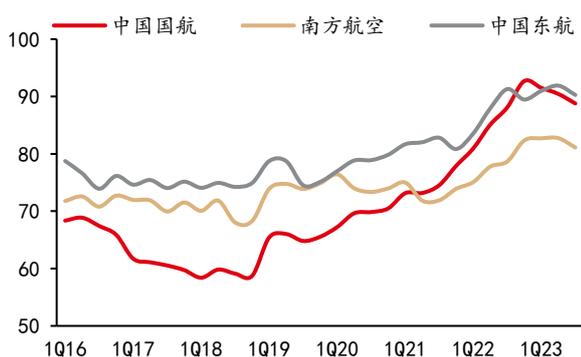
	2024 引进	2024 退出	净增
中国国航	63	9	54
南方航空			43
中国东航	43	23	20
海航控股			10
春秋航空	11	3	8
吉祥航空	11	0	11
其他航司	2023 引进数量为上市公司的不足三分之一		预计 49
民航机队增速	预计增速为 4.8%		预计 195

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

注：国航、东航为中报预测，海航采用 2023 年 4 月公告线性假设

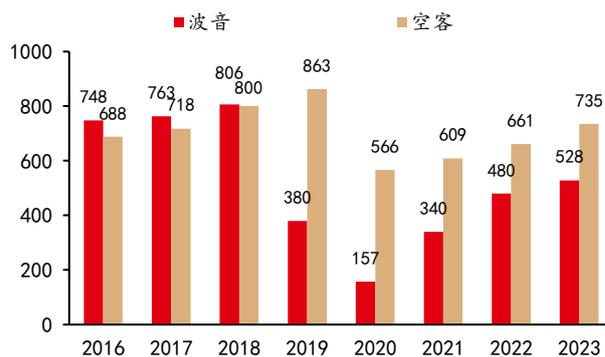
考虑到 2023 年大航或仍然小幅亏损，资产负债率仍处于高位，且国际航线全面恢复之前国内市场供给依然偏高，各家航司不太可能过于激进地增加运力储备。此外，波音、空客当前产能及供应链的稳定性问题的影响虽然难以量化，但大概率会压降 2024 年的机队扩张速度，我们认为类似于 2023 年，2024 年的机队实际引进数量或明显不及当前的计划值。

图表46：三大航资产负债率（%）走势



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表47：波音空客年交付量

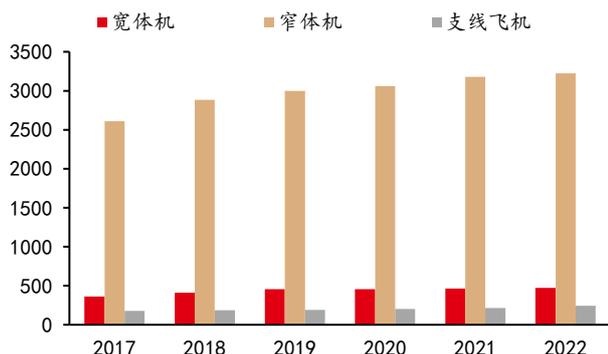


资料来源：波音公司，空客公司，中邮证券研究所

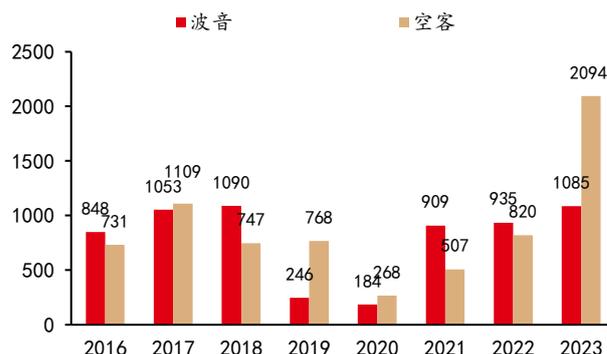
4.2 低在手订单或导致供给降速长期持续

2011-2018 年我国民航机队增速长期保持在 10% 左右，但历经疫情带来的不可抗力影响，2020-2023 年我国机队扩张速度已经连续四年保持低位，且 2019 年-2023 年新增订单数量相

对较少，其中 2019-2023 年我国内地航司新签波音公司客机订单仅为 18 架，当前尚未交付的波音客机也仅为 120 架。空客方面，国内航司尚未交付的空客客机为 358 架。我国航司当前未交付的波音空客机队数量为存量机队规模的 11.9%。即便现在新签订单，考虑到波音空客当前存量订单规模较大，疫情后全球主要航司盈利情况良好，对机队更新迭代需求较强，未来机队交付的时间也可能延后，由此可见，未来几年我国民航客机机队规模增速或持续保持低位。

图表48：我国民航客机机队结构


资料来源：CAAC，中邮证券研究所

图表49：波音空客年新增订单数量


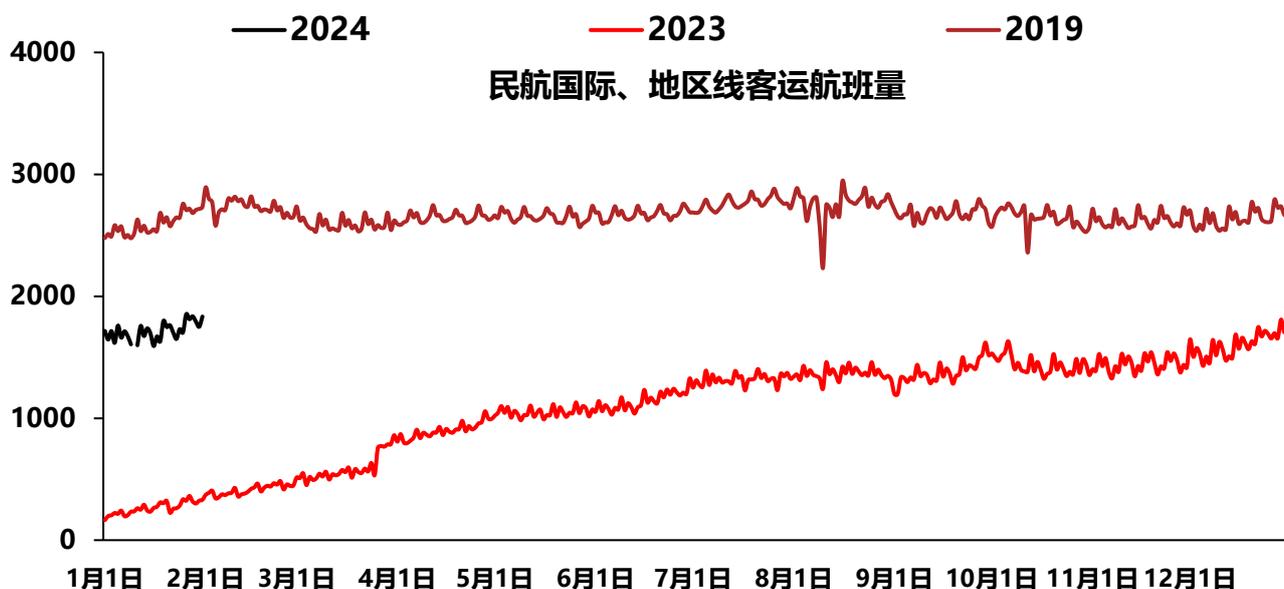
资料来源：波音公司，空客公司，中邮证券研究所

4.3 国际航线进一步恢复消解宽体机运力，市场结构有望改善

2023 年国际航线复苏慢于年初预期，截至 2024 年 1 月 31 日，民航国际航线客运航班量七日滚动平均航班量为 1797 班，恢复至 2019 年同期的 66.1%。国际航线尤其是洲际航线往往由宽体机执飞，而国际航线恢复不及预期导致大量宽体运力积压在国内市场。2023 年暑运相比 2019 年同期有三成宽体机由国际市场转投至国内，带来明显供给压力，也在一定程度上影响了暑运景气度的高度。

2023 年 7 月政治局会议提出增加国际航班；2023 年 11 月底民航局长与美国驻华大使举行会谈，就推动中美进一步大幅增加航班交换意见；2023 年 11 月 24 日我国宣布对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚六个国家持普通护照人员试行单方面免签政策；2023 年 12 月 7 日新加坡总理公署发文表示新加坡与中国有计划实施 30 天互免签证的协议；2023 年 12 月 8 日我国驻外使领馆降低收取来华签证费；2024 年 1 月 2 日泰国宣布对我国公民实施“免签”；2024 年 1 月 25 日我国宣布与新加坡互免签证。密集出台的政策持续刺激国人出境及外国人来华需求，预计 2024 年各航司或更为积极的复航国际航线刺激需求，消纳宽体机运力，优化市场格局。

图表50：我国民航国际及地区航线航班量走势



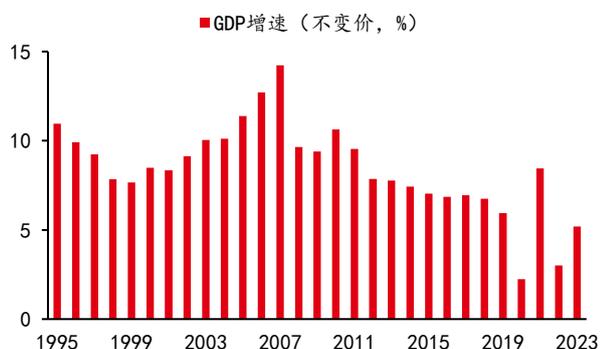
资料来源：飞常准，中邮证券研究所

4.4 经济持续复苏有望带动需求回暖

2023年民航旅游需求旺盛但公商务需求相对疲弱，具体体现为淡旺季需求差异显著，7月暑运旺季民航国内线客流一度超过2019年同期13.1%，但国庆过后进入淡季，11月国内客流仅与2019年同期持平，暑运旺季国内航线机票价格大幅高于2019年同期水平，但国庆假期结束市场步入淡季后票价涨幅大幅收窄。

从2023年中央经济工作会议的表述中看，当前决策层承认有效需求不足，社会预期偏弱的隐忧，但也提出了着力扩大国内需求，激发有潜能的消费，培育文娱旅游的新的消费增长点，切实打通外籍人员来华经商、学习、旅游的堵点的政策方向。我们认为随着经济刺激政策逐步发力生效，居民在疫情期间受损的资产负债表持续修复，消费能力有望继续提升，驱动民航需求持续增长。

图表51：我国GDP增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

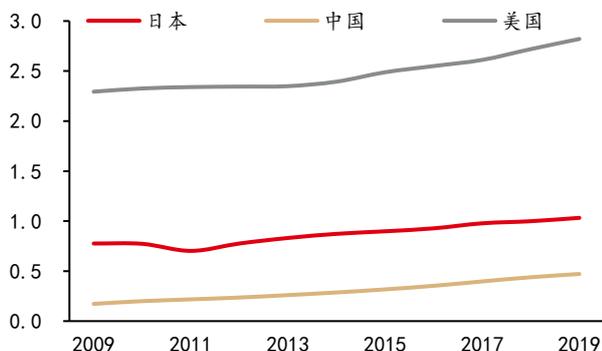
图表52：我国城镇居民可支配收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

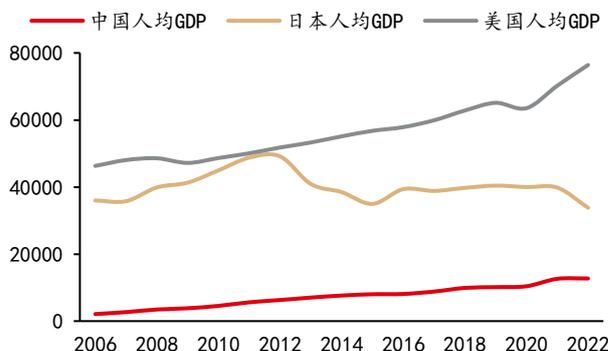
长周期看，我国人均乘机次数仍远不及海外，不论是美国还是高铁同样发达的日本人均乘机次数均在 1 次以上，而我国 2019 年人均乘机次数仅为 0.47 次。我们认为伴随着经济持续增长，我国民航市场仍具备显著的发展空间。

图表53：人均乘机次数对比



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表54：人均 GDP（美元）对比

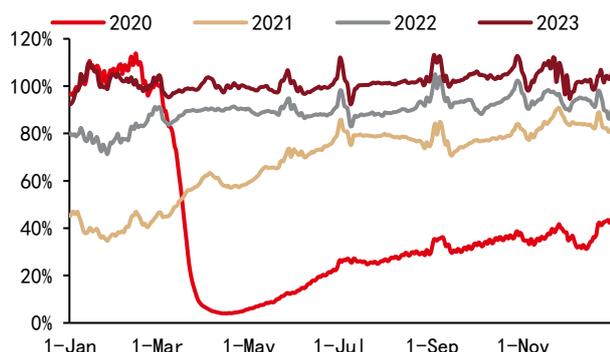


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4.5 海外航司运价及业绩仍处于高位

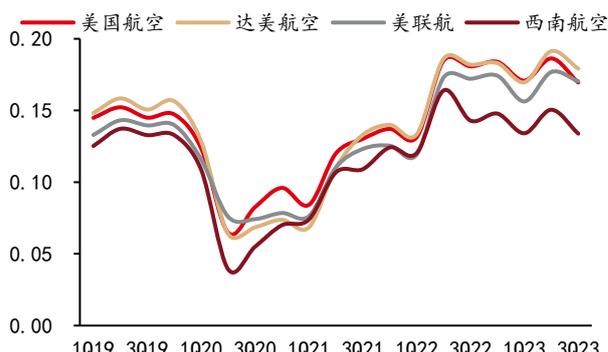
市场对旅游客源的担忧主要来自于疫情期间长期积压的需求集中释放后未来是否具有持续性，而从海外主要国家主要航司运行表现看，美国、日本、印度等国的主要航司在疫情放开后第二年的整体客流仍然保持持续恢复和增长，运价同样维持高位，部分航司实现历史最佳盈利表现。

图表55：美国民航客流相比 2019 年同期表现情况



资料来源：TSA，中邮证券研究所

图表56：美国四大航票价（RASM:美元）表现



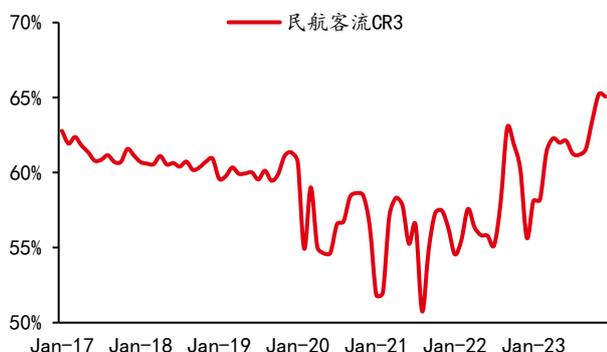
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.6 供给收紧结构改善，需求复苏拉动运价水平进一步提升

我国经济企稳向好，居民收入提升，家庭资产负债表修复将进一步推动民航需求持续提升。参考海外疫情放开后第二年的客流表现，我们认为 2023 年旺季需求显著释放的趋势可以延续，

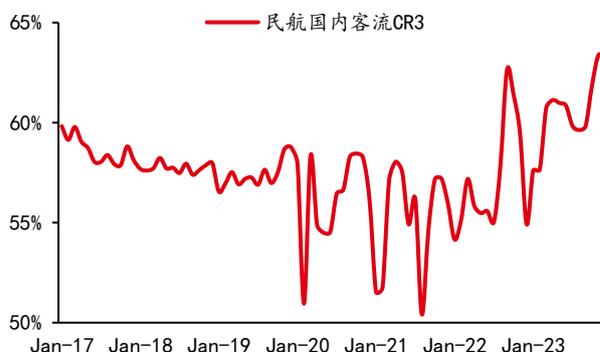
同时供给增速仍有望保持低位,行业格局及市场集中度变化不大,叠加票价改革政策持续发力,各航司保价策略有望维系。我们预计 2024 年民航需求增长有望进一步快于供给,客座率相比 2019 年同期的降幅有望持续收窄,运价进一步改善。

图表57: 民航市场集中度 CR3



资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

图表58: 民航国内市场集中度 CR3



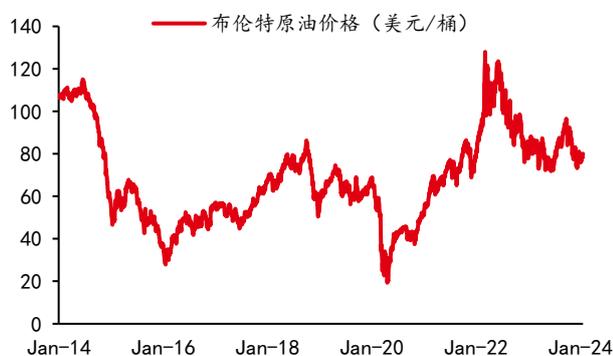
资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

4.7 油价汇率企稳, 航空公司盈利能力有望持续提升

油价和汇率是分析航空公司业绩波动绕不开的两个因素。油价方面, 尽管欧佩克持续提出减产, 但国际油价仍然震荡走低, 当前布伦特原油价格位于 80 美元/桶附近, 同比变化不大。2023 年内汇率先升再贬后企稳, 当前美元兑人民币中间价位于 7.1 附近。中央经济会议提出保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 在 7.1 的基础上显著贬值的可能性或许不大, 因此我们认为油价汇率对于 2024 年航空股盈利的影响或弱化, 供需及市场结构改善将是驱动 2024 年航空公司运价及业绩提升的核心变量。

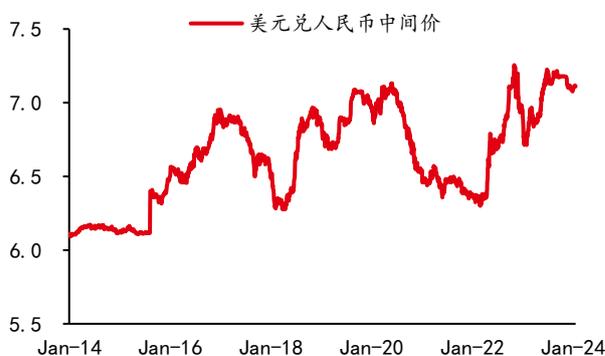
结合上述分析, 我们认为 2024 年民航运价有望保持上行趋势, 客座率相比 2019 年降幅有望进一步收窄, 利好行业及公司价格改善。

图表59: 国际油价走势



资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

图表60: 美元兑人民币中间价走势



资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

5 成本市场结构仍有显著优化空间，低成本航空前景广阔

5.1 机队利用效率有望进一步恢复，摊薄营业成本

2023 年春秋航空业绩迅猛恢复，1-3 季度业绩不断提升，但当前公司机队日利用率相比 2019 年以前日均 11 小时以上的水平仍有很大差距，2023 年上半年为 8.11 小时。即便是暑运旺季，2023 年 8 月暑运旺季公司单日执飞航班量为 4.06 次，亦明显低于 2021 年 4 月公司飞机单日执飞航班量 4.54 次。

我们认为随着民航需求持续恢复，叠加公司飞行员保障能力逐步修复，公司飞机日利用率有望在 2024 年进一步上升，摊薄固定成本。

图表61：春秋航空月度执飞航班量



资料来源：飞常准，中邮证券研究所

图表62：春秋航空日均航班量



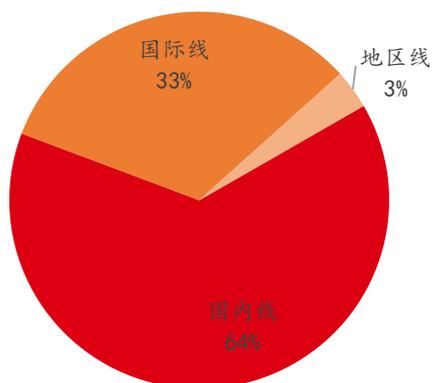
资料来源：飞常准，中邮证券研究所

5.2 国际航线有望进一步恢复，优化国内布局

2023 年国际航线恢复慢于预期，公司传统优势市场——日韩泰市场复苏整体弱于行业均值，但由于公司在 2020-2023 年并未停止扩张脚步，且疫情前公司三成运力投向国际市场，因此公司国内航线供给消纳压力显著增大，2023 年暑运公司国内航线运力投放相比 2019 年增长 60.4%。由于公司核心基地浦东、虹桥机场时刻增量有限，市场下沉在所难免，我们在前述分析中提到，公司 2023 年冬春航季相比 2019 年同期新增运力主要投放于兰州、大连、宁波、南昌、成都等地，市场培育尚需时日，或在一定程度上影响收益品质。

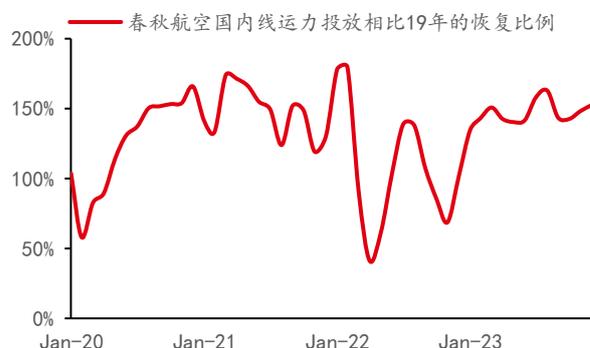
2024 年民航国际市场有望不断复苏，公司增量运力或主要投放在国际市场，如国际市场复苏力度快于预期，不排除国内市场减量进而增投国际航线的可能性，利好国内市场格局优化。

图表63：2019年春秋航空分市场运力比例



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表64：春秋航空国内航线相比19年运力恢复比例

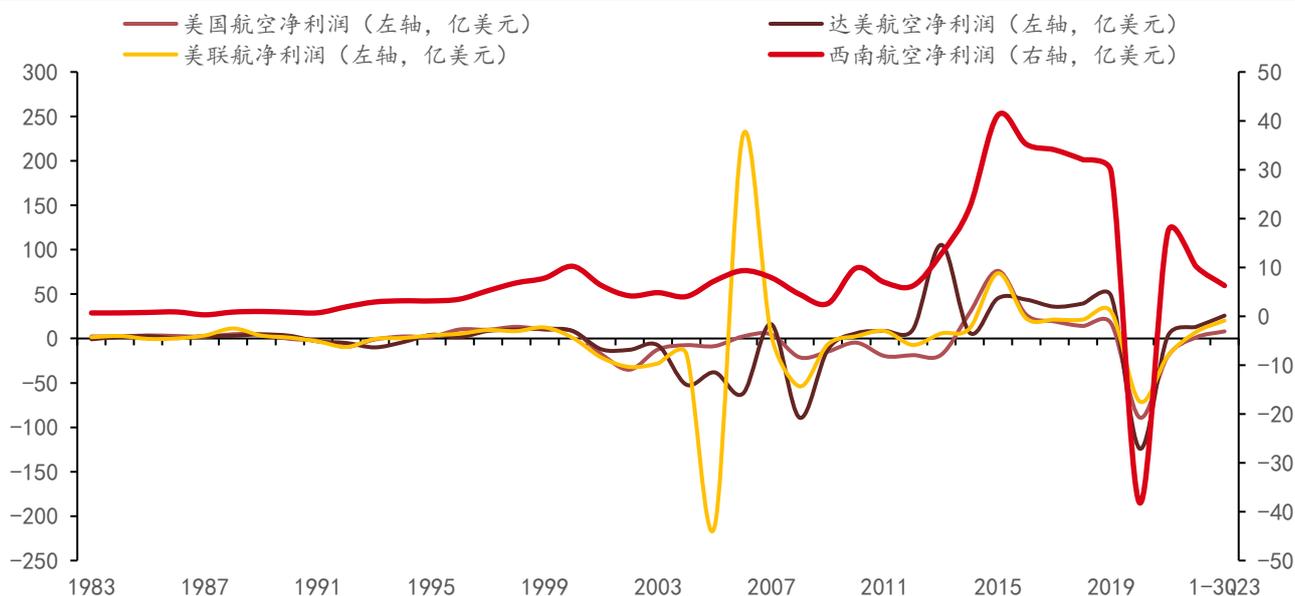


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5.3 美国西南航空穿越周期，彰显低成本航空稳定性

美国西南航空是美国历史上运营最为成功的低成本航空公司，从过去40年的运营数据来看，除了在疫情不可抗力客流大幅下滑的2020年，公司其余各年跨越数个行业周期，全部实现盈利。美国西南航空的经营利润走势确实同样无法完全脱离行业周期，但得益于优良的成本管控，即便在机队成长到相当规模后，利润率相比美国三大航平均水平仍有明显优势。

图表65：美国四大航历史利润走势



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

以美国主要航司均处于盈利区间且整体平稳运营的2019年为例，2019年美国西南航空收入规模已经达到220亿美金，为美国三大航体量的一半左右，但其盈利能力显著高于美国三大航。此处我们简单分析美国西南航空的单位运营指标与美国三大航之间的对比。从单位运力指

标看，2019 年西南航空单位 ASM（可用座英里）收入为 0.143 美元，相比美国三大航均值低 11.4%，单位航油成本消耗为 0.028 美元，相比美国三大航均值低 6.6%，但西南航空单位工资水平更高，比美国三大航平均水平高 24.2%，其他成本则节约 39.9%，总营业成本比美国三大航低 14.2%，单位 ASM 净利润比美国三大航平均水平高 30.7%。

图表66：美国西南航空 2019 年单位 ASM 经营数据与美国三大航对比

	西南航空 2019 年单位 ASM 收入成本情况 (美元)	美国三大航 2019 年单位 ASM 收入成本均值情况 (美元)	对比
客运收入	0.132	0.147	-9.9%
其他收入	0.010	0.014	-26.8%
总收入	0.143	0.161	-11.4%
航油	0.028	0.030	-6.6%
工资	0.053	0.042	24.2%
其他支出	0.043	0.072	-39.9%
总成本	0.124	0.144	-14.2%
净利润	0.015	0.011	30.7%

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

得益于持续领先的盈利能力优势，美国西南航空持续成长，收入规模与美国传统三大航之间的差距持续缩小。春秋航空历经 20 年发展，机队规模稳健扩张，当前市场份额已经达到 3% 以上，且公司在 2020-2022 年期间亏损整体可控，2023 年率先实现盈利，财务包袱更轻，并进一步拉大与其他航司的盈利水平差距，也为未来的持续发展奠定了更为坚实的基础。

6 盈利预测及估值分析

6.1 业务数据假设及盈利预测

我们预计 2024-2025 年公司机队规模保持稳健增长，但增量运力尤其是 2024 年或主要投放至国际市场；客座率方面，我们认为 2024-2025 年民航供需关系不断改善，公司客座率有望进一步提升；运价方面，预计随着我国民航业国内市场格局改善，公司国内航线运价有望温和上升，但国际市场随着运力投放增加或有所回落。根据上述假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 175.7 亿元、208.7 亿元、232.1 亿元，同比分别增长 109.9%、18.8%、11.2%。

图表67：春秋航空收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14804	9373	10858	8369	17569	20868	23212
YOY	12.88%	-36.68%	15.85%	-22.92%	109.93%	18.78%	11.23%
ASK（百万）	43707	37842	41481	30354	47467	55341	60025
YOY	12.17%	-13.42%	9.62%	-26.83%	56.38%	16.59%	8.46%
RPK（百万）	39691	30148	34376	22660	42432	50456	54633
YOY	14.44%	-24.04%	14.02%	-34.08%	87.26%	18.91%	8.28%
客座率	90.81%	79.67%	82.87%	74.65%	89.39%	91.17%	91.02%
YOY	1.80%	-11.14%	3.20%	-8.22%	14.74%	1.78%	-0.16%
客公里收入（元）	0.3620	0.2987	0.3063	0.3580	0.4033	0.4031	0.4142
YOY	-2.23%	-17.48%	2.53%	16.89%	12.66%	-0.05%	2.74%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

成本端：航油成本方面，我们的预测假设基于 80 美金/桶的国际油价，其他成本方面，随着公司机队利用效率进一步提高，公司相关成本有望摊薄，但随着国际航线业务量不断恢复，公司单位起降费可能有所提高。综合来看，我们预计 2023-2025 年公司营业成本分别为 151.0 亿元、171.0 亿元、186.3 亿元。

图表68：春秋航空营业成本假设

成本（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
航油费	4166	2294	3364	3946	5638	6573	7129
飞机及发动机租赁及折旧费用	2018	2191	2120	2187	2438	2546	2761
工资及福利费用	2482	2123	2394	2240	2855	3117	3404
起降费	2424	1699	1827	1352	2297	2822	3121
维修成本	610	654	443	808	601	719	780
其他	1416	1014	1183	1058	1269	1317	1429
合计	13115	9976	11331	11590	15097	17095	18625
单位成本（元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
单位 ASK 航油成本	0.0953	0.0606	0.0811	0.1300	0.1188	0.1188	0.1188
单位 ASK 非油成本	0.2047	0.2030	0.1921	0.2518	0.1993	0.1901	0.1915
单位 ASK 营业成本	0.3001	0.2636	0.2732	0.3818	0.3181	0.3089	0.3103

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测整理

费用端：随着公司机队利用效率提高，相关费用率有望进一步下降。其他收益方面：预计公司补贴收入总额有所提高，但单位补贴或许难以回到 2019 年同期水平。综合上述假设，我们认为春秋航空的盈利情况如下表所示，预计 2023-2025 年春秋航空的归母净利润分别为 22.7 亿元、30.8 亿元、37.0 亿元。

:

图表69：春秋航空盈利预测

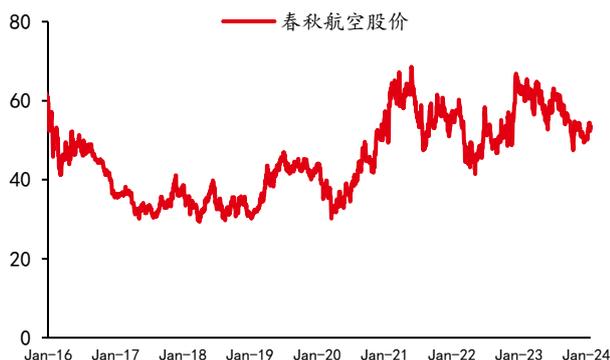
单位（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入合计	14804	9373	10858	8369	17569	20868	23212
成本合计	13115	9976	11331	11590	15097	17095	18625
毛利	1689	-603	-473	-3221	2471	3773	4587
税金及附加	17	14	21	24	24	31	40
销售费用	261	206	219	180	249	314	344
管理费用	182	159	204	188	229	311	362
研发费用	125	107	119	122	132	146	162
财务费用	110	80	287	622	344	277	244
资产减值损失	4	348	0	0	4	3	0
信用减值损失	32	1	3	1	4	5	3
公允价值变动净收益	-16	-1	-2	30	-46	11	0
投资净收益	12	-379	-1	-13	6	23	5
处置收益	4	3	2	0	3	10	0
其他收益	1354	1269	1332	925	1132	1250	1350
营业利润	2311	-626	6	-3417	2580	3981	4786
加：营业外收入	97	24	13	20	35	30	30
减：营业外支出	3	3	3	2	5	5	5
利润总额	2404	-605	16	-3399	2610	4006	4811
减：所得税	566	-13	-21	-363	339	921	1107
净利润	1838	-591	37	-3036	2270	3084	3705
减：少数股东权益	-3	-3	-2	0	0	0	0
归母净利	1841	-588	39	-3036	2270	3084	3705
毛利率	11.41%	-6.43%	-4.35%	-38.49%	14.07%	18.08%	19.76%
净利率	12.42%	-6.31%	0.34%	-36.27%	12.92%	14.78%	15.96%
销售费用率	1.76%	2.20%	2.01%	2.14%	1.41%	1.50%	1.48%
管理费用率	1.23%	1.70%	1.88%	2.25%	1.30%	1.49%	1.56%
研发费用率	0.85%	1.15%	1.10%	1.46%	0.75%	0.70%	0.70%
财务费用率	0.75%	0.85%	2.64%	7.43%	1.96%	1.33%	1.05%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

6.2 估值分析

上市之初公司估值存在明显的新股溢价，但随着时间推移公司估值逐步趋于平稳，考虑到 2020-2022 年航空股估值体系整体紊乱，因此我们采用 2019 年之前的航空股估值水平作为参考。2019 年之前春秋航空的 PE 估值水平高于三大航，大概在动态 PE 估值略超 20 倍的区间。

图表70：春秋航空股价走势



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表71：春秋航空当季动态 PE 估值均值



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

截至 2024 年 1 月 31 日收盘，春秋航空总市值 512 亿，对应 2024 年预期业绩的 PE 估值为 16.6X，仍明显低于历史均值，仍有向上修复空间。

7 投资建议

春秋航空是我国优秀的低成本航空公司，盈利能力业内领先，2023 年疫情管控优化后迅猛复苏，前三季度利润创历史同期新高。我们认为 2024-2025 年民航供给增速相当有限，伴随着需求复苏，我们认为行业景气度有望进一步上升。我们预计 2023-2025 年春秋航空营业收入分别为 175.7 亿元、208.7 亿元、232.1 亿元，同比分别增长 109.9%、18.8%、11.2%，归母净利润分别为 22.7 亿、30.8 亿、37.0 亿，同比分别扭亏、增长 35.9%、增长 20.1%。

历史上公司动态 PE 估值水平大概在略超 20 倍的区间。截至 2024 年 1 月 31 日收盘，春秋航空总市值 512 亿，对应 2024 年预期业绩的 PE 估值为 16.6X，仍明显低于历史均值，仍有向上修复空间。参考美国西南航空在规模不断成长后仍可保持盈利能力的比较优势，我们持续看好春秋航空未来的发展潜力，维持公司“买入”评级。

8 风险提示

宏观经济复苏不及预期：民航景气度与宏观经济表现相关度较强，如经济复苏不及预期，则民航需求增长可能不及预期。

油价大幅上涨：航油成本是航空公司当前最大的成本项，如国际油价大幅上涨，则航空公司成本端可能面临较大压力，不利于业绩表现。

汇率贬值：航空煤油价格、航空公司财务费用均与汇率有一定相关性，如人民币汇率对美元贬值，则可能带来航油价格上升及汇兑损失的负面影响。

安全事故：民航运营安全至上，如发生安全事故，可能对市场需求产生比较明显的不利影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8369	17569	20868	23212	营业收入	-22.9%	109.9%	18.8%	11.2%
营业成本	11590	15097	17095	18625	营业利润	-	175.5%	54.3%	20.2%
税金及附加	24	24	31	40	归属于母公司净利润	-7,861.9%	174.8%	35.9%	20.1%
销售费用	180	249	314	344	获利能力				
管理费用	188	229	311	362	毛利率	-38.5%	14.1%	18.1%	19.8%
研发费用	122	132	146	162	净利率	-36.3%	12.9%	14.8%	16.0%
财务费用	622	344	277	244	ROE	-22.2%	14.3%	16.3%	16.3%
资产减值损失	0	-4	-3	0	ROIC	-6.5%	6.5%	7.4%	7.7%
营业利润	-3417	2580	3981	4786	偿债能力				
营业外收入	20	35	30	30	资产负债率	68.5%	65.1%	63.0%	60.6%
营业外支出	2	5	5	5	流动比率	0.88	1.04	1.22	1.42
利润总额	-3399	2610	4006	4811	营运能力				
所得税	-363	339	921	1107	应收账款周转率	82.16	127.28	121.08	126.38
净利润	-3036	2270	3084	3705	存货周转率	43.12	102.58	124.98	133.68
归母净利润	-3036	2270	3084	3705	总资产周转率	0.20	0.39	0.43	0.43
每股收益(元)	-3.10	2.32	3.15	3.79	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-3.10	2.32	3.15	3.79
货币资金	10208	12293	16080	20527	每股净资产	13.99	16.25	19.39	23.18
交易性金融资产	120	9	20	20	估值比率				
应收票据及应收账款	105	171	174	193	PE	-16.87	22.56	16.61	13.83
预付款项	428	453	513	559	PB	3.74	3.22	2.70	2.26
存货	175	168	166	181	现金流量表				
流动资产合计	11846	13701	17818	22473	净利润	-3036	2270	3084	3705
固定资产	17283	18815	20539	22027	折旧和摊销	2344	2462	2665	2846
在建工程	6895	6371	6053	5890	营运资本变动	983	1192	89	28
无形资产	765	754	743	732	其他	148	819	518	619
非流动资产合计	31574	31840	33515	35109	经营活动现金流净额	439	6744	6356	7198
资产总计	43420	45541	51333	57582	资本开支	-4572	-3077	-4175	-4285
短期借款	5405	3905	4905	5905	其他	28	268	-107	-125
应付票据及应付账款	662	902	855	983	投资活动现金流净额	-4544	-2809	-4282	-4410
其他流动负债	7380	8326	8786	8899	股权融资	2972	-16	-13	0
流动负债合计	13446	13133	14546	15787	债务融资	4183	-1303	2305	2305
其他	16280	16510	17810	19110	其他	-250	-630	-579	-646
非流动负债合计	16280	16510	17810	19110	筹资活动现金流净额	6906	-1949	1713	1659
负债合计	29727	29643	32356	34897	现金及现金等价物净增加额	3055	2085	3787	4447
股本	979	979	979	979					
资本公积金	7791	7791	7791	7791					
未分配利润	4409	6445	9075	12227					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	514	683	1133	1688					
所有者权益合计	13693	15899	18978	22685					
负债和所有者权益总计	43420	45541	51333	57582					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048